

A recuperação econômica brasileira: do que ela é feita?*

*Pedro Fernando Cunha de Almeida***

O susto da recessão e a surpresa da recuperação

De maio de 1995 a janeiro de 1999, a política cambial brasileira foi executada, formalmente, através de um conjunto de mecanismos conhecido pelo nome genérico de regime de bandas cambiais¹. No caso brasileiro, a banda adotada tinha amplitude mínima. Por isso, em termos práticos, tudo se passava como se um sistema de câmbio fixo estivesse vigorando, isto é, como se as cotações cambiais fossem determinadas, exclusivamente, pelo arbítrio das autoridades monetárias.

Na vigência do regime cambial referido, a sobrevalorização do real produzida no segundo semestre de 1994 foi, em grande parte, mantida até o início de 1999. No período, a inflação declinou rapidamente.² Contudo a sobrevalorização, como era de se esperar, fez-se acompanhar de elevada dependência do crescimento econômico ao financiamento externo. Dessa maneira, na medida em que as dificuldades de captação de recursos externos foram se colocando, a velocidade de expansão da economia, a princípio elevada, apresentou forte

* Parte deste artigo foi publicada na **Carta de Conjuntura FEE, Ano 9, nº 11**, em julho de 2000.

** Economista, Técnico da FEE e Professor da Unisinos.

¹ No regime de bandas cambiais, as autoridades monetárias estabelecem os valores máximo e mínimo admissíveis para o preço das moedas estrangeiras em moeda nacional. Ao intervalo formado pelos valores referidos, dá-se o nome de banda cambial. O mercado dispõe de liberdade para fazer flutuar a cotação das moedas estrangeiras no interior da mesma banda. Contudo, na hipótese de a cotação referida ultrapassar os valores máximo ou mínimo admissíveis, o Banco Central, conforme o caso, venderá ou comprará moeda estrangeira para manter a taxa de câmbio no interior da banda.

² Medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA), a inflação brasileira dos últimos 12 meses reduziu-se de 27,45% em julho de 1995 para 1,66% em dezembro de 1998.

tendência de queda no decorrer dos anos.³ Além disso, a cada momento de instabilidade internacional, o crescimento era interrompido temporariamente. A interrupção do crescimento em meio à progressiva desaceleração pode ser observada nos períodos de turbulência da conjuntura internacional, decorrentes das crises econômicas no México, em dezembro de 1994, no Sudeste Asiático, em meados de 1997, e na Rússia, em agosto de 1998. Fruto de sua grande dependência ao financiamento externo, o crescimento médio da economia brasileira durante a vigência das bandas cambiais não ultrapassou a insuficiente taxa de 1,7% ao ano.⁴

Na medida em que se tornavam maiores as dificuldades de mobilização do crédito externo, a política econômica incrementava esforços no sentido de reduzir as necessidades de financiamento em divisas através da contenção do crescimento da economia. Mesmo assim, em meados de janeiro 1999, o País deparou-se com iminente ameaça de insolvência externa. Por isso, foi obrigado a substituir o regime de bandas cambiais pela livre flutuação da taxa de câmbio.

³ A tendência de queda da velocidade de expansão da economia do Brasil durante a vigência das bandas cambiais expressa-se através da evolução das taxas de crescimento do PIB brasileiro de cada trimestre frente ao de igual trimestre do ano anterior. Tendo se situado no elevado nível de 9,9% no último trimestre de 1994, a taxa de acréscimo do Produto trimestral do País em relação a igual período do ano anterior reduziu-se, progressivamente, até alcançar o valor negativo de 2,13% ao final de 1998. A mesma evolução expressa também a suscetibilidade da economia do Brasil às crises internacionais acontecidas no decorrer do período observado. Tal suscetibilidade é mostrada por meio dos repentinos decréscimos das taxas de expansão do PIB do Brasil observados após as crises referidas. Superado o momento crítico, a taxa de crescimento do Produto brasileiro recuperava-se apenas parcialmente, ou seja, retornava aos níveis correspondentes à trajetória tendencial de queda. Com a deterioração da conjuntura internacional decorrente da crise do México, o intenso crescimento do Produto brasileiro prevalecente em 1994 evaporou-se, transformando-se em queda de 2,09% no trimestre inicial de 1996. Recuperada do susto, a economia brasileira voltou a expandir-se do terceiro trimestre de 1996 ao segundo de 1997, agora, no patamar mais reduzido de 5% a.a. Sobreveio, então, a crise asiática. Esta não chegou a produzir redução da produção interna, mas fez cair sua expansão para o nível aproximado de 1,5% ao ano. Quando parecia que a economia brasileira iria retomar a aceleração de seu crescimento, impôs-se, em meados de 1998, a crise derivada da declaração russa de moratória de seus compromissos internacionais. Assim, nova turbulência atingiu o País, fazendo a taxa de expansão de seu Produto reduzir-se ao já referido valor negativo de 2,13% ao final de 1998. A última turbulência esgotou as possibilidades de resistência da política de bandas cambiais.

⁴ As considerações contidas neste trabalho relativas à evolução do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro entre 1995 e 1999 apóiam-se em série da produção interna construída a partir das seguintes fontes: Abreu M. P., org. (1989), anexo estatístico para o período de 1955 a 1969; APECÃO (1996) para o lapso de 1970 a 1990; e IBGE-SIDRA de 1991 a 1999.

À época da adoção do novo sistema, era consensual a expectativa de que, com ele, o balanço de pagamentos brasileiro se encaminharia, no decorrer do tempo, para o equilíbrio. Contudo, em concomitância com o mesmo consenso, era difundida a opinião de que, no curto prazo, o abandono das bandas cambiais continha grande potencial de desorganização da economia. Em decorrência, generalizou-se, no Brasil e no Exterior, forte sentimento de pessimismo acerca da evolução da economia brasileira durante o ano que se iniciava. O pessimismo condensava-se em disseminadas expectativas de que o nível da atividade econômica, no ano em curso, se retrairia consideravelmente, algo em torno de 3% a 4%.⁵

Felizmente, a realidade foi menos dramática do que o previsto: de acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o PIB brasileiro, ao contrário de diminuir, expandiu-se 1,01% em 1999. Tal expansão não foi suficiente para fazer regredir o elevado nível de desemprego que vigora na economia brasileira. Contudo é justificado sentir alívio pela não-ocorrência do desastre que foi percebido como iminente. Mais do que isso, deve-se destacar que as expectativas quanto ao futuro passaram de pessimistas para um tanto otimistas. A opinião mais difundida é a de que, nos próximos anos, o País deverá apresentar taxas anuais de crescimento entre 3% e 4%, salvo no caso de desestabilização da economia internacional.⁶

Que mudanças nas conjunturas econômicas brasileira e internacional justificaram tão rápidas alterações das expectativas quanto ao futuro? O que se pode esperar dos tempos vindouros? Estas são as questões sobre as quais se debruça o presente artigo.

⁵ A **Sinopse Econômica**, editada mensalmente pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), reúne, em seu Quadro das Previsões Anuais, estimativas do crescimento do Produto Interno Bruto brasileiro, realizadas por instituições de reconhecida experiência na utilização de modelos de previsão econômica. A média das estimativas de crescimento do PIB para o ano de 1999, constantes da edição de março do mesmo ano, situou-se em -3,7% (Sinop. Econ., 1999). A mesma média não destoava das expectativas do Governo brasileiro e do Fundo Monetário Internacional (FMI). O teor das negociações realizadas entre o País e o FMI (no âmbito do acordo que ambos mantêm desde 13 de novembro de 1998) tem sido trazido a público por meio de documentos intitulados de Memorando de Política Econômica. O memorando datado de 08 de março de 1999 previa que o PIB brasileiro daquele ano seria de 3,5% a 4,0% inferior do que o verificado no ano precedente.

⁶ As médias das estimativas de crescimento do PIB brasileiro para os anos 2000 e 2001, reunidas na edição já referida da Sinopse Econômica do BNDES, são, respectivamente, 3,1% e 3,7%. O Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), em seu **Boletim de Conjuntura** do mês de janeiro 2000, prevê que a economia brasileira deve crescer 3,2% no ano corrente. A projeção "central" para o crescimento do PIB no ano de 2000 realizada pelo Banco Central, no **Relatório da Inflação** de dezembro de 1999, é de, aproximadamente, 3,5%. Esta última projeção supõe a permanência das taxas básicas de juros em torno de 19% a.a.

Para tratá-las, este texto está organizado em três tópicos adicionais a esta introdução. O primeiro, **Por que ocorreu a crise cambial?**, aponta os fatores determinantes das recentes dificuldades cambiais vividas pelo País. Ao fazê-lo, discrimina os mesmos fatores, separando os de caráter imediato, mais próximos do nível fenomênico, daqueles de natureza mediata, situados mais à origem da corrente explicativa. Já o segundo tópico, **Explicando a surpresa da recuperação**, a descreve como resultado da considerável melhoria havida, preponderantemente, nos fatores imediatos da crise em observação. Por fim, o terceiro tópico, **Haverá novos sustos ou surpresas?**, evidencia que não são desprovidas de sentido as preocupações de que a presente recuperação das atividades produtivas, no Brasil, venha a redundar em crescimento econômico excessivamente reduzido. Também não está fora de cogitação que, em espaço de tempo não muito grande, a economia brasileira se veja, mais uma vez, diante de ameaça iminente de descontrole da política econômica, o que, fatalmente, faria o País, retornar à recessão. Embasam tais preocupações os recorrentes indícios de que a economia internacional possa, no futuro próximo, vir a ser abalada por novas ondas de instabilização. As preocupações quanto ao porvir da economia brasileira se alimentam, igualmente, dos riscos que derivam não só dos estreitos limites da atual política econômica do País, mas, também, e, quem sabe, principalmente, da histórica fragilidade que caracteriza o aparato produtivo do Brasil.

Por que ocorreu a crise cambial?

Pode-se dividir em mediatos e imediatos os fatores causadores da crise que, nos dias iniciais de 1999, pôs fim ao regime de bandas cambiais utilizado pelo País desde 1995. Os primeiros dizem respeito à fragilidade do desenvolvimento capitalista brasileiro; às características da política econômica adotada pelo País entre 1995 e 1999; e à instabilidade econômica internacional dos últimos anos. Já os fatores imediatos referem-se à deterioração da confiança exigida da política econômica para a obtenção dos montantes de financiamento externo e público necessários à economia do Brasil.

Cabe iniciar descrevendo-se, brevemente, os fatores mediatos. É fato amplamente conhecido que o processo histórico de formação da economia brasileira resultou, em meados da década de 50 em frágil desenvolvimento

capitalista no País.⁷ A fragilidade consubstanciava-se, sobretudo, na incapacidade financeira e tecnológica para acompanhar o avanço mundial da produção e da absorção de novas tecnologias. À época, a mesma incapacidade redundava na quase completa ausência, no Brasil, dos ramos industriais que caracterizavam a maior complexidade das estruturas produtivas nas nações avançadas. Eram quase inexistentes no País as indústrias pesadas de insumos básicos, de bens de capital e de bens de consumo duráveis. Em decorrência, impunham-se limites para o crescimento econômico, que derivavam de insuficientes expansão e reestruturação da capacidade produtiva. Tais limites expressavam-se sob as formas de recorrentes pressões inflacionárias e escassez de volumes de financiamento externo. Assim, se a fragilidade da economia brasileira impunha limites ao crescimento econômico, os últimos impediam a superação da primeira.

Diante das circunstâncias apontadas, a política econômica procurou viabilizar a absorção dos ramos citados. À época, já havia muito tempo que os mesmos tinham alcançado grande porte e elevada sofisticação nas economias mais avançadas do mundo. Por razões derivadas do processo competitivo, similares portes e sofisticação teriam que se verificar também no Brasil. Por isso, e dada a fragilidade do capitalismo nacional, sua implantação aqui exigiria enorme esforço financeiro e tecnológico.

A magnitude dos investimentos exigidos colocou o capital externo e o Estado brasileiro na posição de liderança da dinâmica de expansão econômica que vigorou nas décadas seguintes. O capital externo ocupou essa posição na medida em que, mais poderoso do que o de origem nacional, estava capacitado para mobilizar os recursos financeiros e tecnológicos indispensáveis às transformações em curso.

Já a liderança do Estado na dinâmica de expansão da economia brasileira se manifestava na ampla agenda de política econômica por ele assumida. Objetivando promover o desenvolvimento econômico do País através da implantação dos ramos industriais complexos, tal agenda condensava o que se convencionou chamar de política desenvolvimentista. A política desenvolvimentista estabelecia os objetivos gerais a serem alcançados pela economia e, também, definia as metas setoriais a eles correspondentes. Na perseguição das metas, o Estado mobilizava recursos externos e internos. Parcela importante de tais recursos era utilizada na coordenação dos investimentos privados através de complexo sistema de incentivos de natureza fiscal e financeira. Volumosos mon-

⁷ A respeito das características da economia brasileira na década de 50 e do processo de crescimento da economia brasileira nas décadas seguintes, ver Mello (1982) e Tavares (1986).

tantes eram destinados, também, ao financiamento do investimento público em setores considerados estratégicos para o desenvolvimento econômico pretendido. A agenda desenvolvimentista incluía, ainda, a intenção de prover um adequado ambiente macroeconômico para os investimentos produtivos. Dentre os elementos integrantes do referido ambiente, destaca-se aqui a decidida proteção contra a concorrência externa. Tal proteção — constituída através de mecanismos tarifários, cambiais e administrativos — impunha-se em razão da fragilidade do desenvolvimento capitalista que se tentava superar.

Entre 1956 e 1980, sob o desenvolvimentismo, o PIB brasileiro expandiu-se de forma quase contínua à excepcional taxa média anual de 7,5%.⁸ O crescimento extraordinariamente intenso ocorreu não obstante as tendências de elevação progressiva da inflação (e de indexação de preços e salários) e de crescente atraso tecnológico da produção, coerentes, ambas, com a forma protegida de crescimento econômico do País.

Contudo, enquanto, no Brasil, a acumulação capitalista avançava protegida da concorrência externa pela ação estatal, ocorria, desde os anos 60, poderoso movimento que integrava as economias mais avançadas. Esse movimento, a partir do início dos anos 80, acelerou-se acentuadamente, atingindo estágios até então inimagináveis. A rápida expansão do fluxo internacional de capitais, característica do mesmo movimento, fez a acumulação ganhar escala internacional nas áreas das finanças e dos mais importantes ramos industriais e de serviços. Esse fluxo tem colaborado para manter a velocidade da acumulação capitalista internacional em nível mais elevado do que seria possível em sua ausência. Além disso, o mesmo fluxo tem contribuído para a difusão da acumulação capitalista fora do âmbito das economias mais avançadas. Porém seus movimentos, muitas vezes erráticos, em busca da segurança têm produzido incrementada instabilidade internacional. A instabilidade tem produzido seus efeitos mais danosos nas nações periféricas menos preparadas para enfrentá-la.

Diante da internacionalização da acumulação de capital, a forma específica da expansão econômica intramuros, no Brasil, tornou-se **anacrônica**. De forma dramática, o anacronismo diminuiu a atratividade que o Brasil exercia junto ao grande capital internacional, provocando o seu afastamento do País. Dado o papel central exercido pelo mesmo capital na dinâmica de expansão brasileira, o seu afastamento, nos anos 80, provocou dificuldades de financiamento exter-

⁸ A taxa de crescimento da produção nacional de um único ano destoa da alcançada nos demais. Em 1963, a expansão da produção interna bruta brasileira não ultrapassou os 0,6%.

no, retração das taxas de investimentos e de expansão do produto e recorrente perda de controle do processo inflacionário.⁹

Assim, com o afastamento do capital externo, ocorreu o esgotamento da política desenvolvimentista. A mesma política promoveu importantíssimos crescimento e modernização da estrutura produtiva do País. Entretanto não foi capaz de superar a fragilidade que, já em meados da década de 50, impedia a economia brasileira de, no decorrer do tempo, absorver o progresso tecnológico que lhe permitira expandir-se com menor dependência externa. Por isso, o afastamento do capital externo, além de propiciar o ressurgimento das dificuldades cambiais e a exacerbação do processo inflacionário, também impôs persistente estagnação.

O engajamento ao movimento expansivo da economia internacional tornara-se impositivo, e o desenvolvimentismo demonstrou não ter capacidade de atualização diante do que lhe era imposto. A falta de capacidade de atualização esgotou-o. A sociedade brasileira necessitou de toda a década de 80 para amadurecer a consciência do esgotamento do desenvolvimentismo. Enquanto tal consciência não amadurecia, a perplexidade prevalecia, imobilizando a política econômica. Ao resultado daí decorrente convencionou-se chamar de “década perdida”.

Uma vez amadurecida, a consciência referida levou à decisão de promover uma mais efetiva integração da economia do Brasil ao movimento de expansão econômico internacional. Para tanto, a política econômica brasileira mudou radicalmente de orientação, assumindo **forma específica**, que se aproxima do estabelecido pelo paradigma neoliberal.¹⁰ Na essência, esse paradigma propõe, como política econômica necessária e suficiente para a viabilização do crescimento da economia, a liberação das forças concorrenciais (tenham elas origem nacional ou estrangeira) e os equilíbrios fiscal e monetário. Por isso, a partir do final da década de 80, o fluxo cambial brasileiro foi liberalizado, as barreiras tarifárias e administrativas às importações do País foram rapidamente reduzidas no contexto da abertura comercial, e a moeda nacional foi objeto de intensa valorização. Através da reforma monetária empreendida em 1994, desmantelou-se o complexo conjunto de mecanismos que indexavam preços, juros, câmbio e salários, implantando a nova moeda nacional, o real. Empresas estatais e serviços públicos passaram a ser objeto de espetacular programa de

⁹ Entre 1986 e 1994, em oito ocasiões, a política econômica brasileira perdeu o controle do processo inflacionário no País, resultando, em cada uma delas, a necessidade de implementação de medidas extraordinárias que envolveram o Plano Cruzado I e o Plano Cruzado II, ambos em 1986; o Plano Bresser, em 1987; o Plano Arroz-com-Feijão, em 1988; o Plano Verão, em 1989; o Plano Collor I, em 1990; o Plano Collor II, em 1991; e, finalmente, o Plano Real, em 1994.

¹⁰ Ver, a respeito, Franco (1996).

privatização. Por fim, a partir de acirrada discussão em âmbito nacional, os aparatos administrativo, previdenciário e fiscal têm passado por consideráveis reformulações, com as finalidades precípua de, ao mesmo tempo, garantirem o financiamento das contas públicas e de desonerarem as exportações do País. Através da liberação das forças concorrenciais e da imposição da austeridade fiscal e monetária, esperavam as autoridades governamentais que a economia fosse levada, pelo conjunto de decisões privadas, à **reestruturação produtiva**, capaz de superar a fragilidade da economia do País (Barros, 1966; 1997, Almeida, 1998).

Com a progressiva implementação da nova política econômica, a economia brasileira experimentou, entre 1993 e 1997, cinco anos consecutivos de crescimento à média anual de 3,9%.¹¹ Além disso, desde meados de 1994, viu-se livre do intenso processo inflacionário que há décadas a flagelava. No período, o consumo foi significativamente incrementado, e a taxa de investimento iniciou movimento de recuperação após duas décadas e meia de queda tendencial.¹²

¹¹ Após o ano de 1980, depois dos 25 anos de crescimento quase ininterrupto à citada taxa média de 7,5% a.a., a economia brasileira não foi mais capaz de engendrar movimentos duradouros de expansão. Desde então, curtos períodos de crescimento relativamente lento foram intercalados por fases de retração ou estagnação econômica. A partir de 1981, três anos de queda do Produto brasileiro (2,5% a.a.) marcaram o esgotamento da era desenvolvimentista. Entre 1983 e 1987 — período que contém a frustrada tentativa do Plano Cruzado —, verificou-se expansão da produção social do País à taxa média anual de 6,1%. De 1988 a 1992, o PIB brasileiro estagnou, oscilando em torno do patamar alcançado no primeiro ano citado. Após a estagnação, nova fase de crescimento sobreveio entre 1993 e 1997, com acréscimos médios anuais do Produto de 3,9%. Por fim, em 1998 e 1999, a estagnação impôs-se novamente, com uma expansão média do Produto de 0,4%. No largo espaço de tempo que vai de 1981 a 1999, o crescimento médio da economia brasileira não ultrapassou os reduzidos 1,9% a.a. (ver nota de rodapé nº 4).

¹² Nenhuma das séries de taxas de investimento disponíveis para a economia brasileira cobre integralmente as últimas cinco décadas. Ainda assim, o encadeamento de algumas das séries existentes pode fornecer uma visão aproximada do movimento da proporção da produção interna destinada à formação bruta de capital fixo. Para as observações que se deseja fazer neste trabalho, foram encadeadas as seguintes séries: a que reúne dados para a década de 60 calculada a preços correntes pelo IBGE e publicada em Abreu org. (1989, anexo estatístico); a de preços constantes de 1980, calculada também pelo IBGE para os anos de 1970 a 1979 e exposta no APECÃO de 1996; e, por fim, a oferecida pelo IPEA, igualmente a preços constantes de 1980 e disponibilizada no *site* IPEADATA (<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll>). A série encadeada resultante sugere que a taxa de investimento no Brasil se elevou do patamar de 15% do PIB na década de 50 para o de cerca de 25% em 1975. De meados da década de 70 até 1992, a taxa de investimento brasileira apresentou firme tendência de queda, situando-se, no final do período, abaixo dos 14%. A partir de 1992, a formação bruta de capital fixo inverteu sua tendência, passando a expandir-se, de modo a alcançar os 18,4% no segundo semestre de 1997. As dificuldades conjunturais vividas pelo País desde então fizeram a taxa em referência cair para 15,9% no primeiro semestre de 2000.

Embora a taxa de investimento não tenha alcançado os níveis necessários para a expansão continuada no longo prazo, o crescimento dos investimentos, nos últimos anos, fez avançar a reestruturação produtiva, produzindo não desprezível incremento da capacidade produtiva e reduzindo o *gap* tecnológico entre a produção interna e a externa.¹³

Não obstante os referidos avanços da reestruturação produtiva, a fragilidade característica da economia brasileira não foi superada sob a nova política econômica, repetindo o acontecido a esse respeito durante a vigência do desenvolvimentismo. Se, sob o desenvolvimentismo, ela se expressava na inflação e no atraso tecnológico, com a abertura comercial e o nível valorizado da moeda nacional pertinentes à nova política, tal fragilidade passou a exprimir-se em crescentes déficits em transações correntes do País. Os mesmos déficits, praticamente nulos no início da década, passaram a 4,3% do Produto do País no ano de 1998.¹⁴ Os déficits aludidos acumularam uma dívida externa cujas

¹³ A redução do *gap* tecnológico expressa-se no intenso crescimento da produtividade do trabalho industrial verificado, no Brasil, durante a vigência da política econômica em questão. Entre maio de 1995 e dezembro de 1999 — período em que a mesma política foi integrada, inclusive, pelas bandas cambiais — a produtividade física do trabalho na indústria brasileira cresceu à taxa anual de 9,2% a.a., expandindo-se 49,9% em todo o período. Se o início do período é estendido para dezembro de 1991 — quando se tornaram visíveis os primeiros sinais da transformação produtiva decorrente da abertura comercial —, o acréscimo da produtividade industrial passa a ser de 8,8% a.a., e o incremento total, de 96,5%. A produtividade do trabalho industrial foi calculada a partir das séries de **produção física industrial e número de horas pagas na produção**, ambas elaboradas pela Pesquisa Industrial Mensal do IBGE e publicadas no *site* <http://www.sidra.ibge.gov.br>. Tal crescimento da produtividade é, em si mesmo, inegavelmente, positivo. Contudo deve-se ter em conta que — associado ao reduzido dinamismo da economia brasileira no período observado — o crescimento da produtividade explica a elevação das taxas de desemprego estrutural no Brasil entre as décadas de 80 e 90. Essa elevação é observável através dos dados de desemprego para a Região Metropolitana de São Paulo, oferecidos pela Pesquisa de Emprego e Desemprego (PED) realizada pelo Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos (DIEESE) (<http://www.dieese.org.br>). Objetivando captar o incremento do desemprego de natureza estrutural — separando-o daquele de tipo conjuntural —, foram selecionados os meses de dezembro de 1986 e janeiro de 1995 como períodos de **pico** da atividade produtiva brasileira das décadas de 80 e 90 respectivamente. Aos mesmos, corresponderam as taxas de desemprego na Região Metropolitana de São Paulo de 7,3% e de 12,1%, definidas como de desemprego estrutural. Já os meses de junho de 1990 e abril de 1999 foram apontados como sendo períodos de **vale** da atividade produtiva no Brasil nas mesmas décadas. A esses meses corresponderam as taxas de desemprego de 12,1% e 20,3% na mesma Região Metropolitana de São Paulo.

¹⁴ Em termos absolutos, o déficit anual brasileiro em transações correntes passou de US\$ 0,6 bilhão em 1993 para US\$ 32, 6 bilhões em 1998.

exigências anuais de amortização passaram de US\$ 12,8 bilhões no ano encerrado ao fim do segundo semestre de 1995 para US\$ 52,7 bilhões nos 12 meses concluídos em junho de 1999. Dessa forma, ao invés da superação da fragilidade da economia brasileira, verificou-se crescente dependência ao financiamento externo como base da superação da inflação elevada, dos incrementos do consumo, da taxa de investimento e da velocidade de expansão da atividade econômica no País.

Dada a dependência externa referida, a estabilização monetária — elemento de importância decisiva para o sucesso do processo de abertura da economia brasileira — não poderia ser alcançada sem a ancoragem da moeda nacional a uma moeda estrangeira forte. O dólar americano, como se viu, foi escolhido para o papel de “moeda-âncora”, por meio do rígido regime de bandas cambiais já descrito.¹⁵ Com o mesmo regime, manteve-se a considerável valorização da moeda nacional produzida no segundo semestre de 1994. Esta última fazia expandir ainda mais os déficits correntes e estimulava a fuga de capitais. Para conter o crescimento dos déficits externos e a fuga de capitais, o Banco Central elevava os juros internos,¹⁶ sem, contudo, contar com a base fiscal necessária à cobertura de seus custos. De fato, no período de vigência das bandas cambiais (maio de 1995 a dezembro de 1998), o superávit médio primário do setor público situou-se em 0,08% do PIB do País. Os custos da política monetária e a inexistência da base fiscal para sua cobertura conduziram o setor público a elevados déficits operacionais e, em consequência, ao rápido endividamento. No mesmo período, em média, os déficits operacionais públicos atingiram 4,52% do Produto do País. Como resultado, a percentagem da dívida pública frente ao Produto da Nação elevou-se de 28,5% do PIB em dezembro de 1994 para 42,6% do PIB em dezembro de 1998. Nessas circunstâncias, as estabilidades monetária e cambial do País ficaram na dependência, também, de elevadíssimos aportes de crédito interno ao setor público.

¹⁵ O Banco Central brasileiro realizava transações de compra e venda de reais por dólares nas quantidades e preços necessários à estabilização da cotação da moeda nacional nos patamares por ele considerados adequados. Por esse mecanismo, a estabilidade do dólar era estendida ao real. Nesse sentido, o real encontrava-se ancorado ao dólar. A estabilidade da taxa de câmbio assim obtida constitui-se em mecanismo de controle inflacionário, na medida em que as elevações de preços em moeda nacional significavam, para aqueles que as praticavam, perdas de competitividade nos mercados interno e externo.

¹⁶ Sob a vigência das bandas cambiais, a média das taxas básicas de juros nominais brasileiras situou-se no elevadíssimo patamar de 31,9% ao ano. No mesmo período, a inflação média anual no Brasil não ultrapassou os 7,2%.

Conclui-se, dessa forma, que, dada a especificidade da política econômica do País na década de 90, a histórica fragilidade da economia brasileira passou a expressar-se em excessiva dependência do crescimento e da estabilidade econômicos aos créditos externo e, também, interno disponibilizado ao setor público.

Enquanto o crédito internacional foi relativamente abundante, a demasiada dependência ao financiamento externo não constituiu problema intransponível para a preservação das estabilidades monetária e cambial ou para a continuidade do crescimento econômico do País. Desde fins de 1994, quando a abertura comercial e a valorização cambial brasileiras já se encontravam avançadas, impuseram-se três períodos de instabilidade internacional. O primeiro, em 1994, derivou de dificuldades cambiais detonadas no México no final do mesmo ano.¹⁷ O segundo, a partir de meados de 1997, resultou não só de problemas vivenciados por diversas nações do Sudeste Asiático, mas, também, e, talvez, principalmente, pelo Japão.¹⁸ O terceiro período de instabilidade internacional decorreu

¹⁷ Em grande parte, as dificuldades cambiais mexicanas, como as brasileiras, resultaram da prática da ancoragem da moeda nacional ao dólar americano. À ancoragem ao dólar associaram-se a valorização cambial, o alargamento dos déficits em conta corrente e, por fim, a (quase) exaustão das reservas externas. De fato, como proporção do PIB, os déficits do México em transações correntes elevaram-se de 1,0% em 1988 para 7,0% em 1994, quando se verificou a crise cambial no País. No decorrer do último ano citado, as reservas externas mexicanas reduziram-se de US\$ 25,1 bilhões para US\$ 6,3 bilhões. Como resultado da crise cambial, o peso mexicano foi fortemente desvalorizado, e o PIB do País reduziu-se em 6,2%, em 1995 (Wild Econ. Outlook, 2000).

¹⁸ Em 1997, exacerbou-se a crise econômica que envolvera o Japão desde o início da década de 90. Em meio a essa exacerbação, frustraram-se as expectativas implícitas nos intensos movimentos especulativos de bursáteis e imobiliários então vigentes no País. A frustração abalou a confiança no sistema financeiro nipônico, causando a desaceleração do PIB japonês em 1997 e a sua retração (2,5%) em 1998. Já o Sudeste Asiático combinou dificuldades cambiais decorrentes do atrelamento do câmbio ao dólar com a frustração da especulação bursátil e imobiliária similar à vivida no Japão. O déficit em conta corrente do conjunto dos países mais afetados — a Indonésia, a Coreia, a Malásia, as Filipinas e a Tailândia —, sendo praticamente nulo em 1989, alcançou 4,8% do PIB dos mesmos países em 1996. Em decorrência, os países referidos enfrentaram sérias dificuldades cambiais em 1997. As mesmas dificuldades redundaram em retração de suas reservas externas conjuntas no montante de US\$ 30,5 bilhões. Intensa desvalorização envolveu suas moedas, e o período de rápido crescimento econômico que neles se instalara desde, pelo menos, 1986 foi interrompido. Na Indonésia, o crescimento econômico médio de 7,2% a.a. entre 1986 e 1997 foi sucedido pela retração de 13,2% em 1998. Na Coreia, para os mesmos períodos, verificaram-se, respectivamente, as taxas de expansão de 8,0% a.a. e -6,7%; na Malásia, 8,3% a.a. e -7,5%; nas Filipinas, 3,8% a.a. e -0,5%; e, na Tailândia, 8,2% a.a. e -10,4% (Wild Econ. Outlook, 2000).

da declaração russa de moratória de seus compromissos financeiros internos e externos.¹⁹

Em todos esses períodos, produziu-se incrementada insegurança internacional e, em consequência, diminuição das taxas de crescimento do PIB e do comércio mundiais.²⁰ A desaceleração da atividade produtiva foi observada, inclusive, nas economias mais industrializadas do mundo.²¹ Por sua vez, o menor dinamismo da atividade produtiva e do comércio contribuía para tornar ainda maior a insegurança. Como consequência da insegurança internacional incrementada, reduzia-se o fluxo de capitais para os países caracterizados como mercados emergentes. Em 1994, em razão da ocorrência da crise mexicana, os fluxos de capitais dirigidos para os mercados emergentes foram 20,8 % menores do que haviam sido em 1993. Após as dificuldades originadas no Sudeste Asiático, no Japão e na Rússia, a retração dos fluxos de capital aos mercados referidos atingiu em 1998 mais de 65% dos valores de 1996.²²

¹⁹ Em 1997, a economia russa — na década de 90, envolvida na difícil tarefa de transitar para o capitalismo — obteve, afinal, ligeiro crescimento (0,86%), depois de ter-se reduzido, entre 1990 e 1996, a pouco mais de 55% do volume que atingira no início do período. No entanto, em 1998, a Rússia viu-se obrigada a declarar moratória de seus compromissos internacionais. O resultado foi uma redução adicional de 4,5% do Produto no mesmo ano (Wild Econ. Outlook, 2000).

²⁰ A retração das taxas de expansão do PIB mundial e do comércio internacional é mais visível após as dificuldades vividas no Sudeste Asiático, no Japão e na Rússia: elas caíram, respectivamente, de 4,1% e 9,7% em 1997 para 2,5% e 4,2% em 1998 (Wild Econ. Outlook, 2000).

²¹ Como decorrência da instabilidade advinda do México em 1994, a velocidade de expansão do PIB nos países mais industrializados retraiu-se de 3,3% em 1994 para 2,7% em 1995. Por sua vez, as turbulências oriundas do Sudeste Asiático e da Rússia associaram-se à queda do crescimento do PIB das economias mais industrializadas de 3,3% em 1997 para 2,4%, em 1998 (Wild Econ. Outlook, 2000).

²² Entre 1988 e 1993, os fluxos líquidos de capital privado para os mercados emergentes elevaram-se de US\$ 11,07 bilhões para US\$ 172,12 bilhões. Em 1994, com a crise do México, o mesmo fluxo reduziu-se para US\$ 136,31 bilhões. Superada a crise de origem mexicana, o fluxo de capitais privados para os mercados em referência expandiu-se até 1996, quando atingiu US\$ 215,93 bilhões. Não obstante, devido às dificuldades advindas, inicialmente, do Japão e do Sudeste da Ásia e, depois, da Rússia, o influxo líquido de recursos privados nos mercados emergentes reduziu-se drasticamente para US\$ 147,61 bilhões em 1997 e para US\$ 75,09 bilhões em 1998 (Wild Econ. Outlook, 2000).

No caso do fluxo de capitais para o Brasil, à insegurança decorrente da crise mexicana somou-se aquela de origem interna, de causas já apontadas.²³ Em consequência da insegurança, o fluxo de capital externo — havendo se expandido de US\$ 1,6 bilhão para US\$ 10,0 bilhões entre os segundos trimestres de 1993 e 1994 — tornou-se levemente negativo nos dois trimestres seguintes. Com isso, a totalidade dos déficits correntes ficou sem financiamento. Por ocasião da crise asiática, ocorreu algo semelhante. Os fluxos de capitais para o Brasil, tendo se situado em US\$ 10,4 bilhões no terceiro trimestre de 1997, retraíram-se para cerca de US\$ 0,8 bilhão nos três meses seguintes. A moratória russa, igualmente, causou grandes problemas de financiamento externo ao País. No entanto, desta feita, os problemas foram de magnitude superlativamente maiores. Positivo em US\$ 23,2 bilhões e em US\$ 13,1 bilhões nos dois primeiros trimestres de 1998, o fluxo de capital externo ao Brasil tornou-se negativo em US\$ 16,8 bilhões no trimestre seguinte.

A grande dependência brasileira dos recursos externos combinou-se com a redução dos financiamentos em divisas em 1994 e 1997 e com fuga de capitais em 1998. Nas três ocasiões referidas, esses fatos disseminaram a suspeição a respeito da solvabilidade externa do Brasil, obrigando o País a elevar, drasticamente, as taxas de juros internas para conter a fuga de capital para o Exterior.²⁴

²³ Entre o primeiro semestre de 1992 e o terceiro de 1994, a média dos saldos em transações correntes do Brasil foi positiva, no montante de US\$ 814 milhões. No quarto trimestre de 1994 e no primeiro de 1995, os mesmos saldos foram negativos em US\$ 5.090 milhões e US\$ 5.590 milhões respectivamente. O ressurgimento dos déficits em transações correntes deveu-se ao novo impulso dado, no segundo semestre 1994, aos movimentos de valorização cambial e de redução tarifária às importações. O mesmo ressurgimento relaciona-se, ainda, ao elevado nível de atividade produtiva que sucedeu a implantação do Plano Real.

²⁴ Não obstante a rápida queda verificada com a inflação brasileira logo após a implantação do Plano Real em meados de 1994, a inevitável incerteza dele derivada exigiu que, por diversos meses, as taxas básicas de juros da economia brasileira fossem mantidas no elevadíssimo patamar de 60% ao ano. A partir de novembro do referido ano, contudo, as mesmas taxas iniciaram tendência de queda, atingindo 46,8% em fevereiro de 1995. No mês seguinte, essa tendência foi interrompida, em grande parte, como decorrência da crise mexicana. Elevadas, então, ao patamar de 65% anuais, onde permaneceram por dois meses, as taxas de juros brasileiras iniciaram longo período de retração, que se estendeu até maio de 1997, mês em que atingiram nível levemente superior aos 20% ao ano. Até outubro de 1997, as taxas em referência ficaram imóveis nesse mesmo nível. Contudo a crise asiática, eclodida no mês de setembro, redundou em seu reerguimento no mês de novembro para o nível de 43,7% a.a. Já a partir de dezembro de 1997, nova tendência de queda dos juros básicos foi observada até agosto de 1998, quando a economia internacional foi abalada pela crise russa. A partir de então, os juros brasileiros foram elevados a um patamar superior a 40% a.a. Esse patamar só pôde ser abandonado depois de janeiro de 1999, com a substituição do regime de bandas cambiais pelo sistema de livre flutuação da taxa de câmbio.

Por isso, após os três momentos de crise internacional referidos, o crescimento econômico brasileiro foi interrompido, dando lugar à retração da atividade produtiva.

Nas duas primeiras ocasiões, em espaço de tempo relativamente curto, o crédito externo foi recuperado, as taxas de juros diminuíram, e o crescimento econômico foi retomado.²⁵ No entanto, foi diferente após a moratória russa. Nesta última situação, em decorrência da crescente dependência do Brasil ao financiamento externo, a “confiança cambial brasileira” — aquela inspirada pelo regime de câmbio do País aos inversores de moeda estrangeira em moeda nacional ou em qualquer tipo de riqueza nela nominada — já havia atingido elevado grau de deterioração. Definhada a confiança cambial, nem mesmo a majoração dos juros internos pôde conter a fuga de capitais para o Exterior.²⁶

²⁵ Com o incremento da insegurança internacional derivada da emergência da crise mexicana em dezembro de 1994, as reservas brasileiras reduziram-se de US\$ 39,5 bilhões em novembro do mesmo ano para US\$ 29,9 bilhões em abril de 1995. Objetivando interromper a fuga de capitais, no mês de março o Governo elevou as taxas básicas anuais de juros da economia brasileira de 46,8% para 65%. Já no mês seguinte, as reservas externas estabilizaram seu nível, iniciando rápida recuperação a partir do mês de junho, isto é, cerca de três meses após a elevação dos juros internos. Algo semelhante ocorreu por ocasião da turbulência internacional originada dos problemas verificados na Ásia a partir de agosto de 1997. Ao final desse mesmo mês, o volume das reservas externas brasileiras era de US\$ 63,1 bilhões. Em decorrência do então acontecido naquele continente, as mesmas reservas brasileiras caíram para US\$ 53,7 bilhões ao final de outubro. A reação das autoridades brasileiras veio através de nova elevação dos juros internos, que os fez saltar de 21,6% a.a. para 43,4% a.a. em novembro de 1997. No mesmo mês, cessou a queda das reservas externas brasileiras, as quais voltaram a crescer já em fevereiro de 1998. Assim como ocorrera no período subsequente à crise do México, também nos episódios posteriores à crise da Ásia as reservas externas brasileiras responderam prontamente à elevação das taxas de juros internas.

²⁶ Também a declaração da moratória russa, em meados de 1998, foi sucedida por instabilização da economia internacional, que redundou em rápida diminuição das reservas externas brasileiras. Contudo, na fuga de capitais do Brasil dela decorrente, há uma característica que a diferencia decisivamente daquelas que a precederam. A mesma característica diz respeito ao já **avançado grau de suspeição que se abatia sobre o regime cambial vigente no Brasil desde 1995**. Percebe-se que tal grau de suspeição ocorria quando se constata que o País perdeu US\$ 7,3 bilhões de suas reservas externas entre maio e agosto de 1998, período em que a economia internacional gozava de relativa tranquilidade. Note-se que a perda de reservas se efetivou não obstante o elevadíssimo nível da taxa real básica de juros brasileira diante dos padrões vigentes internacionalmente. Enquanto no Brasil, a taxa básica real de juros praticada superava os 20% a.a., na maioria das demais nações ela, dificilmente, alcançava os 10% anuais. Em síntese, a fuga de capitais acontecida em 1998 ocorreu no período em que a suspeição sobre o regime cambial vigente já era tal que nem mesmo juros muito acima dos padrões internacionais eram capazes de garantir o equilíbrio do balanço de pagamentos em tempos de relativa tranquilidade da economia internacional. A

Com a renitência desta última, a possibilidade de insolvência externa brasileira tornou-se consensual. O consenso redundou na inviabilidade da manutenção do regime cambial sob suspeição.

O ruir da política de bandas cambiais esteve relacionado também à deterioração creditícia pública do País, isto é, à dissipação da confiança depositada nos títulos públicos brasileiros para servirem como adequado meio de reserva de valor. Já se disse que a prática de elevar as taxas de juros internas para garantir a solvabilidade externa do País fez a dívida pública brasileira — contratada, em sua maior parte, através de títulos de curto prazo — aumentar com grande rapidez. O rápido endividamento público deteriorou a confiança na capacidade do Governo para honrar seus compromissos sem reintroduzir a inflação elevada. A deterioração da confiança conduzia à crescente dificuldade para prover o financiamento público. Tal dificuldade expressava-se na incontida redução dos prazos dos financiamentos concedidos ao Governo e no grande incremento da proporção dos recursos por ele obtidos mediante cláusulas de correção cambial. Por sua vez, a redução dos prazos e a crescente utilização de cláusulas cambiais deixavam antever dificuldades ainda maiores para a consecução dos recursos necessários ao financiamento público. Impôs-se, dessa forma, um preocupante círculo vicioso. Na vigência do mesmo, a deterioração da confiança creditícia pública brasileira evoluiu o suficiente para difundir largamente a suspeição da necessidade de moratória interna. Com isso, as possibilidades do financiamento público não inflacionário se esgotavam rapidamente. Sem a possibilidade de mobilizar o crédito interno, o Governo via-se, cada vez mais, compelido a abrir mão da política de bandas cambiais.

característica apontada para o movimento de fuga de capitais ocorrido em 1998 explica a então observada **insensibilidade do influxo de capitais externos à manipulação da taxa interna de juros**. Detonada a crise derivada da declaração russa de moratória, acelerou-se, substantivamente, a erosão das reservas externas brasileiras, o que, em setembro de 1998, as fez cair de US\$ 67,3 bilhões para US\$ 45,8 bilhões. As autoridades monetárias responderam à fuga de capitais, elevando, em outubro, a taxa básica de juros da economia brasileira do nível de 20% a.a. para o patamar de 40% a.a. Não obstante, a suspeição a respeito da política econômica já havia avançado o suficiente para tornar a fuga de capitais insensível à manipulação dos juros internos. Aliás, a fuga de capitais mostrou-se insensível, também, ao anúncio do acordo assinado junto FMI, que disponibilizou ao País nada menos do que US\$ 41,5 bilhões (a respeito do acordo, ver nota de rodapé nº 5). Em março de 1999, as reservas externas atingiram o nível mínimo de US\$ 33,9 bilhões, aí incluídos os US\$ 9,3 bilhões absorvidos dos recursos disponibilizados em decorrência do acordo com o FMI. Em abril, as reservas externas entraram em recuperação, ao mesmo tempo em que as taxas internas de juros iniciavam a queda que, em quatro meses, as reduziu pela metade. Mas isso não aconteceu antes que a adoção do regime de livre flutuação tivesse permitido importante desvalorização real da moeda brasileira.

Assim, os fatores mediatamente causadores da crise cambial brasileira entre agosto de 1998 e janeiro de 1999 — a histórica fragilidade do capitalismo no País, a política econômica praticada no Brasil na década de 90 e a instabilidade econômica internacional verificada nos últimos anos — constituíram um perigoso ambiente. Nele, a confiança cambial e creditícia pública inspirada pelo País foi deteriorada em elevado grau. Com a deterioração, tanto o crédito internacional quanto aquele disponível ao Estado brasileiro foram contraídos em níveis inferiores aos exigidos para a preservação das estabilidades cambial e monetária do País. Nesse sentido, as deteriorações da confiança cambial e creditícia pública descritas constituíram as causas imediatas a explicar a ocorrência da última crise cambial vivida pelo País.

Explicando a surpresa da recuperação

No tópico anterior, concluiu-se que as deteriorações da confiança cambial e creditícia pública do Brasil constituíram as causas imediatas da substituição das bandas cambiais pelo regime de livre flutuação cambial²⁷. Adotado o novo regime cambial, generalizaram-se, como era esperado, temores de perda de controle da política econômica sobre a conjuntura. O real sofreria violenta desvalorização nominal, causando a intensificação do crescimento do endividamento público e a aceleração dos preços internos, ambos com o efeito de magnificar a fuga de capitais. Não é preciso explicar que, nesse caso, vingaria danoso círculo vicioso, envolvendo, recorrentemente, desvalorizações cambiais, e aceleração dos preços internos, de um lado, e expansões aceleradas da taxa de câmbio, o crescimento da dívida pública e a exacerbação da fuga de capitais, de outro.

Os temores tornaram-se ainda maiores na medida em que, nos dois primeiros meses de câmbio flutuante, as expectativas pareciam, progressivamente, encontrar confirmação na realidade. Nesses meses, como se estivesse sofrendo de convulsões descontroladas, a taxa nominal do câmbio, em duas oportunidades, alçou-se a níveis que, ameaçadoramente, se aproximaram de valores em 80% superiores às cotações que vigoraram nos últimos dias de existência do

²⁷ O regime de livre flutuação cambial foi adotado pelo Banco Central do Brasil (Bacen), em 18 de janeiro de 1999, através do Comunicado nº 006565. No mesmo, o Bacen declarava que, a partir daquela data, não mais interviria no mercado interbancário cambial, exceção feita às situações ocasionais que exigiriam medidas "(...) com o objetivo de conter movimentos desordenados das taxas de câmbio". Assim, o regime cambial de fato adotado foi o conhecido na literatura econômica pela denominação de regime de flutuação **suja**.

regime de bandas cambiais. A reboque da desvalorização do real, vinham as acelerações da inflação e da dívida interna. Depois de reduzir-se a 1,7 % no ano de 1998, a variação mensal anualizada do Índice Geral de Preços (IGP-DI-IBGE), atingiu 15,7% e 68,7%, respectivamente, em janeiro e fevereiro de 1999. Os mesmos índices inflacionários impuseram-se, ainda que as taxas básicas de juros da economia tivessem permanecido no estratosférico patamar de 40% ao ano. Por sua vez, a dívida pública como proporção do PIB — depois de ter crescido firmemente nos quatro anos anteriores — saltou de 42,6% em dezembro de 1998 para 51,8 % em janeiro de 1999. O salto decorreu, principalmente, da exacerbada elevação da taxa nominal de câmbio (67,0 %) verificada no mesmo mês de janeiro. O resultado de tal evolução da dívida governamental foi uma grande elevação da percentagem representada pelo fluxo, em 12 meses, dos juros reais incidentes sobre o setor público diante do PIB anual do País. A mesma percentagem pulou do já exagerado nível de 7,5% em dezembro de 1998 para o patamar médio de 10,5% nos meses de janeiro e fevereiro de 1999. Os descritos comportamentos do câmbio, dos preços e dos juros e da dívida do setor público impunham temores de consideráveis perdas derivadas da posse de reais ou de títulos neles nominados. Os mesmos temores aumentavam a demanda por moedas estrangeiras, o que tendia a realimentar o processo de desvalorização cambial.

Assim sendo, os fatos ocorridos logo após à adoção da nova política cambial davam asas às preocupações de que a economia brasileira poderia ser tragada por um movimento de efeitos similares aos de um redemoinho, que, fatalmente, a faria submergir em importante retração da atividade produtiva. Essas eram as expectativas, ao início de 1999, referentes ao comportamento da economia brasileira no mesmo ano. Explicar por que isso não ocorreu é o objetivo deste tópico.

Obviamente, não há nenhuma razão para se supor que a não-verificação das referidas expectativas encontre explicação em súbita superação da fragilidade do capitalismo brasileiro a partir do início de 1999. Contudo pode-se apontar como causas da inflexão do movimento conjuntural da economia do Brasil: (a) o abrandamento, pelo menos momentâneo, da instabilidade econômica internacional; (b) as menores exigências de amortização da dívida externa do País a partir do ano 2000; (c) o apoio financeiro externo de origem oficial; (d) o intenso crescimento do investimento privado direto (de origem externa); e, finalmente, (e) as modificações havidas na política econômica brasileira.

Em 1999, a conjuntura econômica internacional mostrou-se muito menos tensa do que no ano precedente. Isso expressou-se na melhoria do desempenho da maioria das economias nacionais. De fato, as taxas de crescimento nos países que, em 1997 e 1998, se constituíram nos principais focos de instabilidade internacional — o Japão, a Indonésia, a Coreia, a Malásia, as Filipinas, a Tailândia

e a Rússia — evoluíram de amplamente negativas para, pelo menos, positivas.²⁸ Enquanto isso, o conjunto das economias avançadas acelerou seu crescimento de 3,2% em 1998 para 3,6% em 1999, e a expansão da atividade produtiva mundial elevou-se de 3,3% para 4,2%. Refletindo essa circunstância, o crescimento do comércio internacional passou de 4,2%, em 1998 para 4,6%, em 1999. Espera-se que, no presente ano, as transações de mercadorias e serviços entre as nações cresçam 7,9%. Também deve-se salientar, como resultado da diminuição da tensão internacional, a retomada da expansão do fluxo privado de capitais para os países em desenvolvimento, de US\$ 75,1 bilhões em 1998 para US\$ 80,5 bilhões em 1999.²⁹ Constata-se, pois, que o abrandamento da tensão internacional significou maiores possibilidades de expandir as exportações brasileiras e viabilizou o incremento do financiamento externo do País. Nesse sentido, tal abrandamento contribuiu para promover a retomada do crescimento da economia nacional.

Como outra causa da inflexão do comportamento conjuntural da economia brasileira em 1999, deve-se destacar a consciência de que os recursos necessários à amortização dos compromissos externos brasileiros diminuiriam, consideravelmente, a partir do ano 2000. De fato, depois de honrar, em 1999, compromissos externos de médio e longo prazos no valor de US\$ 51,3 bilhões, o País deverá amortizar menos de US\$ 25 bilhões no ano 2000. Para os anos 2001 e seguintes, os compromissos já assumidos com amortizações são ainda mais reduzidos. Obviamente, os mesmos compromissos serão incrementados por aqueles decorrentes de futuras contratações de recursos, das quais se ignoram volumes e prazos. Não obstante, espera-se que o patamar de amortizações de 1999 dificilmente seja alcançado nos próximos anos.

Aos fatos acima referidos adicionou-se a percepção de que o País continuou a dispor de volumosos recursos externos, contrariamente ao que se havia imaginado quando da crise cambial brasileira. Parte substantiva desses recursos somava

²⁸ O Japão, depois de ver o Produto de sua economia reduzir-se em 2,5% em 1998, experimentou o crescimento econômico de 0,3% em 1999; na Indonésia, nos mesmos anos, a retração da economia, de 13,2%, foi sucedida pelo crescimento econômico de 0,23%; na Coreia, as taxas de crescimento econômico verificadas em 1998 e 1999 foram de 6,7% e -10,7%; na Malásia, verificou-se, respectivamente, -7,5% e 5,4%; nas Filipinas, -0,5% e 3,2%; na Tailândia, -10,4% e 4,2%; e, finalmente, na Rússia, -4,5% e 3,2% (Wld Econ. Outlook, 2000).

²⁹ Provavelmente, o crescimento seria muito maior, não fosse a impressionante diminuição das necessidades de financiamento externo por parte dos países do Sudeste Asiático mais abalados pela crise de 1997. Se, no biênio 1996-97, o saldo em conta corrente do conjunto dos países referidos foi negativo em US\$ 78,0 bilhões, em 1998-99, o mesmo saldo foi positivo em nada menos, que US\$ 132,0 bilhões (Wld Econ. Outlook, 2000).

US\$ 41,5 bilhões e foi garantida em acordo com o FMI, ao fim de 1998, quando ainda era tensa a conjuntura econômica internacional. O montante referido — utilizado somente em reduzida proporção — foi provido pelo próprio FMI, pelo Banco Mundial (BIRD), pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e por 20 das mais poderosas nações do mundo. A percepção de que o País continuaria a contar com volumosos recursos externos foi alimentada, também, por elevado aporte de investimentos diretos estrangeiros. Esses investimentos já vinham se expandindo rapidamente desde o início dos anos 90. Contudo constitui surpresa o fato de sua expansão, no Brasil, não ter sido abalada sequer nos momentos críticos vividos tanto pela economia internacional quanto pela brasileira, nos últimos anos. A inversão direta estrangeira no País foi de US\$ 1,6 bilhão em 1992, de US\$ 10,0 bilhões em 1996 e de US\$ 30,0 bilhões em 1999. A firmeza do crescimento dos referidos investimentos sugere que as dificuldades conjunturais pelas quais passou o País recentemente não foram suficientemente intensas para configurar riscos capazes de retardar os projetos de longo prazo dos grandes capitais internacionais na economia brasileira.

O dissipar da tensão econômica internacional, as menores amortizações e os recursos advindos tanto do acordo com o FMI como do fluxo de investimento direto foram de decisiva importância para contrariar as expectativas de que a economia brasileira sofreria considerável retração de seu Produto em 1999. Contudo a menor tensão internacional e o mais favorável fluxo de recursos externos, por si sós, não teriam sido capazes de promover a inflexão da conjuntura doméstica. Essa inflexão resultou, também, de importantes medidas de política econômica, que incluíram substantivas modificações nas áreas cambial, monetária e fiscal.

No que se refere à área do câmbio, a adoção do regime de livre flutuação cambial, já aludida, objetivou permitir a desvalorização cambial capaz de diminuir as necessidades de financiamento externo do País. De fato, com o novo regime, a moeda nacional tendeu a oscilar em um patamar que significou desvalorização nominal frente ao dólar de cerca de 25% a 40%. Todavia, somente se efetivada em termos reais, e não meramente nominais, a desvalorização do câmbio contribuiria para reduzir as necessidades de recursos estrangeiros. Impunha-se, por essa razão, conter a aceleração dos preços internos, que, não fosse por outras razões, decorreria da própria desvalorização nominal do câmbio. Para tanto, uma nova política na área monetária foi acoplada às modificações realizadas com o câmbio. A nova política constitui-se de um conjunto de

procedimentos denominado de **sistemática de metas para a inflação**.³⁰ Através dela, as autoridades monetárias assumiram diante do público o compromisso de adotar as medidas necessárias para, efetivamente, impor níveis de inflação por elas pré-fixados: as metas para a inflação. O elemento central de imposição da política monetária então adotada se corporifica no manuseio das taxas de juros vigentes no País, com o fito primordial de submeter o crescimento verificado nos preços internos às metas em referência. Expressando-as através da variação percentual do Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA-IBGE) em doze meses, as autoridades estabeleceram as metas de inflação de 8% para 1999, de 6% para 2000 e de 4% para 2001. Como margem de tolerância, ficou estabelecida a aceitação de desvio da trajetória efetiva da inflação de, no máximo, dois pontos percentuais frente às metas inflacionárias.³¹

À luz das expectativas vigentes no início de 1999, o sistema de metas para a inflação e o regime de câmbio flutuante produziram estabilidades monetária e cambial positivamente surpreendentes, permitindo alcançar o difícil objetivo de promover a desvalorização real do câmbio.

Contrariando as mesmas expectativas, a inflação brasileira medida pelo IPCA-IBGE atingiu somente 8,9% em 1999. Esse nível de inflação extrapola a meta estabelecida para aquele ano, sem, contudo, ultrapassar o desvio de 2% admitido como margem de tolerância. Nos 12 meses encerrados em abril de 2000, a variação percentual do IPCA-IBGE caiu para 6,8%, sugerindo como provável a consecução da meta inflacionária de 6,0 % para o mesmo.

A taxa nominal de câmbio, por sua vez, vem apresentando, desde abril de 1999, oscilações de amplitude cada vez menor. Como resultado do movimento dos preços e do câmbio a partir de dezembro de 1998, verificou-se em abril de 2000, a ocorrência de desvalorização real de 12,8% da moeda brasileira, se referida à variação do Índice de Preços ao Atacado (IPA-DI-FGV). Quando se toma por base o IGP-DI-IBGE e o IPCA-IBGE, conclui-se que a desvalorização real atingiu, respectivamente, 18,5% e 26,1%.

³⁰ Trazida a público em 08 de março de 1999 — **Memorando de Política Econômica** no âmbito do acordo Brasil/FMI, de 13 de novembro de 1998 —, a sistemática de metas para a inflação foi institucionalizada, no Brasil, através do Decreto Presidencial nº 3.088, de 21 de junho do primeiro ano citado. Segundo o mesmo decreto, as metas em questão são estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), cabendo ao Bacen executar as políticas necessárias para o seu cumprimento. O indicador utilizado para a mensuração da inflação é a variação, em 12 meses, do Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA), produzido pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

³¹ As metas e o desvio referidos foram estabelecidos pelo CMN em reunião do dia 30 de junho de 1999, de acordo com o Decreto Presidencial nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

Se os fatos surpreenderam positivamente no que diz respeito aos preços e ao câmbio, os saldos da balança comercial distanciaram-se negativamente das expectativas do início de 1999. A desvalorização descrita causou um relevante ganho de competitividade dos produtos brasileiros frente aos estrangeiros, que se expressou, imediatamente, nas importações do País. Estas últimas, em queda desde as turbulências internacionais derivadas da Ásia em meados de 1997, passaram a reduzir-se de maneira ainda mais veloz durante o primeiro ano de vigência do regime de câmbio flutuante. De fato, nesse ano, as aquisições externas do País caíram 13,4%. As exportações, declinantes desde a moratória russa, iniciaram recuperação, causada, em grande parte, pelo ganho cambial. Contudo a reação das vendas ao Exterior, frustrando generalizadas expectativas, só se confirmou no mês de outubro. Por isso, ainda que, desde então, venham crescendo à taxa anualizada de 16%, as vendas externas de 1999 retrocederam 6,1% diante de 1998. Dados os comportamentos das importações e das exportações, a balança comercial brasileira encerrou o ano deficitária em US\$ 1,2 bilhão, frustrando um amplo leque de expectativas existentes no início de 1999. O mesmo leque incluía previsões de superávits comerciais que variavam entre US\$ 5,0 bilhões e US\$ 11,0 bilhões. De qualquer forma, de 1998 para 1999, a balança comercial brasileira foi incrementada em quase US\$ 5,4 bilhões.

Em razão da desvalorização cambial, ocorreram também ganhos na conta serviços (US\$ 3,6 bilhões), que envolveram, sobretudo, as rubricas viagens internacionais e lucros e dividendos.³² As melhorias das balanças comercial e de serviços foram quase integralmente responsáveis pela redução do déficit em transações correntes do País, de US\$ 33,6 bilhões em 1998 para US\$ 24,7 bilhões em 1999.³³ Assim, ainda que não tanto quanto o esperado, as novas políticas cambial e monetária contribuíram decisivamente para diminuir as necessidades brasileiras de financiamento externo.

³² Na verdade, a melhoria de US\$ 3,1 bilhões na conta e serviços de 1999 resultou de reduções de gastos com viagens internacionais (US\$ 2,7 bilhões) e com lucros e dividendos (US\$ 3,1 bilhões), que foram, em parte, compensados por acréscimos de juros líquidos pagos ao Exterior (US\$ 3,2 bilhões).

³³ Como proporção do PIB, no ano de 1999, os déficits em transações correntes mantiveram-se no patamar de 4,4%. A aparente contradição entre a queda dos mesmos déficits em termos absolutos e a sua estabilidade em termos relativos explica-se pela redução do valor em dólares do PIB brasileiro, decorrente da desvalorização cambial ocorrida em 1999. No ano encerrado em março de 2000, os déficits correntes brasileiros caíram para US\$ 23,3 bilhões em termos absolutos e para 4,0% como expressão relativa do PIB do País.

Claro está que o sucesso das políticas cambial e monetária não poderia prescindir da base fiscal mínima destinada a cobrir, pelo menos em parte, os ônus que recairiam sobre o erário público em decorrência da contenção, via taxa de juros, dos preços internos, e, também, em momentos críticos, da taxa de câmbio. Na ausência de tal base fiscal, a administração das taxas de juros redundaria, como no passado, em crescimento não financiável da dívida pública, solapando as políticas monetária e cambial adotadas.

As providências destinadas a constituir a referida base fiscal precederam, em cerca de seis meses, a adoção do regime de câmbio flutuante. Datam do período imediatamente posterior à crise russa, no contexto da negociação que culminou, em novembro de 1998, com a assinatura do acordo do País com o FMI. Pelo acordo, o Governo do Brasil comprometeu-se, em troca dos recursos externos disponibilizados, a impor medidas de incremento de receitas e de redução de despesas, capazes de gerar — no âmbito das empresas estatais e das esferas federal, estadual e municipal da Administração Direta do Estado — superávits primários equivalentes, em proporções do PIB do País, a 2,6% em 1999, 2,8% em 2000 e 3,0% em 2001. Contudo, no início de março de 1999, com o incremento da dívida pública decorrente da desvalorização cambial havida, as proporções de superávits primários a serem alcançadas foram majoradas para 3,1% em 1999, 3,25 % em 2000 e 3,35 % em 2001.

O compromisso com o FMI resultou na adoção de medidas que, em pouco mais de meio ano, a partir de setembro de 1998, fizeram os saldos anuais primários das contas estatais brasileiras apresentarem grande incremento. Efetivamente, no semestre aludido, como proporção do PIB do País, os saldos referidos passaram de deficitários em cerca de 1,0%, para superavitários em montante superior a 3,0 %.³⁴ Os superávits assim produzidos têm sido destinados à cobertura de parte dos custos da política monetária, que restringe o crescimento dos preços internos e possibilita, também, a preservação dos atuais níveis reais de valorização cambial.

A redução da tensão internacional, o declínio das amortizações devidas ao Exterior, o apoio financeiro externo, o firme e intenso crescimento do investimento direto estrangeiro e as modificações operadas na política econômica produziram

³⁴ Isso é o que se pode concluir da evolução dos saldos primários públicos do País, mensurados a cada mês, para o período dos 12 meses precedentes. Entre dezembro de 1997 e agosto de 1998, a média de tais saldos acusou déficits equivalentes a 0,97% do Produto brasileiro. Desde agosto de 1998, os mesmos saldos evoluíram progressivamente, de modo a alcançar o superávit de 3,26% do PIB do Brasil em fevereiro de 1998.

e generalizaram, a cerca da última, dois novos juízos ou convicções³⁵. A primeira das convicções referidas é a de que a nova política econômica proveu o Estado brasileiro das condições necessárias para conter o crescimento da **relação dívida pública/PIB**, garantindo, dessa forma, o integral cumprimento de seus compromissos financeiros futuros; a segunda convicção refere-se à potencialidade adquirida pela mesma política para preservar a solvabilidade externa do País.

A primeira convicção generalizou-se na medida em que, no decorrer do tempo, a política econômica foi demonstrando ser capaz de, concomitantemente, (a) continuar gerando superávits fiscais primários pouco superiores a 3% do PIB; (b) induzir crescimento anual da economia de, no mínimo, 4%, sem promover o descontrole da inflação; e (c) reduzir as taxas reais médias de juros incidentes sobre a dívida pública em nível aproximado de 11 % ao ano.³⁶

A viabilidade das primeiras condições citadas tornou-se progressivamente consensual em 1999, como decorrência do firme crescimento dos saldos primários públicos já a partir de setembro de 1998; também a consecução do crescimento do PIB em torno de 4%, acompanhada da manutenção da inflação no patamar estabelecido pelas metas inflacionárias, foi sendo considerada cada vez mais provável, com a observação da evolução da atividade produtiva e dos

³⁵ Os juízos ou convicções a que se está referindo se embasam menos em cuidadosos exames dos processos em questão e mais em algo semelhante ao que Keynes chamou de psicologia de massas. A psicologia de massas envolve processos coletivos de avaliação do futuro, que, em muitas situações, se afastam da realidade e, por isso, se caracterizam por sua considerável precariedade. Não obstante, é usual que as expectativas resultantes da mesma psicologia possuam a propriedade da auto-realização. Por isso, lhes é atribuído o *status* das expectativas nas quais se pode confiar. Nesse sentido, elas contribuem para a estabilidade econômica. No mais das vezes, a confiança é mantida até que um fato qualquer considerado significativo a jogue por terra. Nesse caso, as expectativas negadas são, instantaneamente, substituídas por outras mais condizentes com o mesmo fato. Dependendo da natureza e da violência da mudança de expectativas, pode resultar em considerável instabilidade econômica.

³⁶ A condição de estabilidade da relação dívida pública/PIB de uma economia qualquer é dada pela seguinte equação: $r + (n_{PIB} / d_{PIB}) - (pr_{PIB} / d_{PIB}) = c$; onde r corresponde à taxa média anual de juros reais incidente sobre a dívida pública; n_{PIB} , d_{PIB} e pr_{PIB} referem-se às percentagens do Produto Interno Bruto do país em questão, alcançadas, respectivamente, pelas necessidades primárias de financiamento do setor público, pelo montante da dívida governamental e pelas receitas auferidas pelo Estado com a privatização de seus ativos; e c representa a taxa anual de crescimento da produção interna da economia. Sendo o primeiro termo da equação maior que o segundo, a relação dívida pública/PIB tende a expandir-se. Se, ao contrário, o primeiro termo é inferior, a mesma relação tende a reduzir-se. Adotando-se para a economia brasileira as hipóteses de $n_{PIB} = 3,25\%$; $d_{PIB} = 47,0\%$; $pr_{PIB} = 0\%$; e $c = 4,0\%$, compreende-se que a taxa de juros reais compatível com o não-crescimento da relação dívida pública/PIB (r) deve ser inferior a 10,9% a.a.

preços desde o segundo trimestre de 1999; por fim, as quedas das taxas básicas reais de juros brasileiras no período posterior a março do mesmo ano consolidaram, gradualmente, o consenso de que as mesmas taxas cairiam para o patamar de 10% anuais, compatível com a estabilidade da relação dívida pública/PIB.

A convicção de que a política econômica se tornara capaz de conter o crescimento da relação dívida pública/PIB contribuiu de maneira importante para tornar verossímil a hipótese de que a continuidade do processo de rolagem do endividamento público brasileiro não importaria perdas não previstas aos credores do Estado, fossem as mesmas oriundas da aceleração inflacionária ou derivadas de qualquer forma de alteração unilateral de contratos.

A segunda convicção, já se disse, atribuiu à nova política econômica a necessária capacidade para garantir a solvabilidade externa do País. Em parte, a segunda convicção encontra raízes tanto na menor tensão da economia internacional quanto na descrita melhoria ocorrida recentemente com os fluxos de capital externo ao Brasil. Mas, não restam dúvidas, a aceitação da idéia de que a economia brasileira se equipou mais adequadamente para garantir a solvência de seus compromissos externos provém, sobretudo, das mudanças acontecidas com as políticas monetária, fiscal e cambial: as duas primeiras, por proverem a estabilidade nominal desejada à moeda e ao câmbio; e a última, por viabilizar a mudança de preços relativos exigida para a diminuição dos déficits em conta corrente e, por conseguinte, das necessidades de financiamento externo da economia. Foram, em grande parte, as referidas estabilidade nominal e mudança relativa de preços que fizeram a percentagem representada pelos déficits em conta corrente diante do PIB do País retroceder dos 5,1% em agosto de 1999 para 4,0% em março de 2000. Tenha-se em mente que, ainda de acordo com o segundo julgamento, dada a flexibilidade que caracteriza a atual política cambial brasileira, novas rodadas de desvalorização do câmbio e, portanto, de incrementos da competitividade externa poderão efetivar-se sempre que se avizinharem riscos de escassez futura de divisas.

As duas novas convicções consubstanciaram a recuperação, pelo menos parcial, das confianças cambial e creditícia pública perdida em meados de 1998. Com a recuperação da mesma confiança, melhoraram as condições dos créditos externo e público brasileiros, cujas deteriorações haviam constituído, com se viu, as causas imediatas da crise que pôs fim ao regime de bandas cambiais. Devido à mesma recuperação, a partir de março de 1999, o real iniciou um período de valorização, ao mesmo tempo em que se tornou possível reduzir rapidamente os juros básicos vigorantes no País. De fato, a moeda brasileira passou a oscilar em patamar que corresponde à valorização de cerca de 20% em relação ao seu nível mais baixo após

a adoção do câmbio flutuante. Além disso, em rápida retração ocorrida entre fevereiro e julho de 1999, as taxas anuais de juros básicos caíram do patamar de 40% para o de 17%, onde permanecem até os dias atuais. A redução das taxas de juros fez-se sem que as reservas externas e os preços tivessem saído do controle das autoridades governamentais. Com taxas de juros mais reduzidas — ainda que muito elevadas para os padrões internacionais —, teve início a recuperação da economia brasileira.

Haverá novos sustos e surpresas?

A presente recuperação econômica brasileira não garante sustentável crescimento da economia do Brasil nos próximos anos. A sustentabilidade do crescimento ainda se encontra ameaçada por considerável propensão à instabilidade que tem caracterizado a atividade produtiva do País. Para uma completa exposição dos motivos que justificam esse entendimento, seria necessário mais espaço do que aquele aqui disponível. Mas é possível, a partir de alguns pontos contidos neste artigo, salientar as bases de percepção do referido entendimento. Para tanto, cabe examinar-se as causas ainda **não** superadas da crise cambial vivida recentemente pelo Brasil.

O tópico anterior evidenciou que a economia brasileira entrou em movimento de recuperação através da superação das causas **imediatas** que levaram às dificuldades cambiais do segundo semestre de 1998 e do início de 1999, isto é, através da recuperação das confianças cambial e creditícia pública. Já os fatores **mediatos** da crise referida — os relativos à histórica fragilidade da economia brasileira, à política econômica vigente desde 1995 e à instabilidade econômica internacional — não foram completamente suplantados e, por isso, em proporção importante, preservaram fontes potenciais de instabilidade.

Obviamente, a superação das causas imediatas das dificuldades cambiais aludidas não decorreu da eliminação da instabilidade econômica internacional, mas, apenas, de seu temporário abrandamento. Na verdade, pouco, ou nada, pode o País fazer para diminuir as possibilidades de ocorrerem novas exacerbações da mesma instabilidade. Aliás, gigantescos obstáculos opõem-se à superação dos períodos de maior instabilidade econômica internacional, mesmo para o conjunto das economias mais importantes do mundo.

Em parte e às vezes, tais obstáculos advêm das contradições entre as exigências da estabilização interna dos países e aquelas da estabilização internacional. Tal contradição transparece, por exemplo, no elevado grau de preocupação com que a comunidade internacional observa os atuais esforços da política econômica americana. Os mesmos esforços objetivam evitar que a

mais poderosa economia do Planeta encerre o atual ciclo expansivo por meio de uma desastrosa interrupção, muitas vezes denominada de *hard landing*. Há, inclusive, expectativas de que um *crash* financeiro e produtivo possa encerrar o referido ciclo. Nesse caso, a instabilidade econômica internacional voltaria, com toda a força, à ordem do dia. Em meio a tal instabilidade, as demais economias do mundo, mesmo as mais fortes, seriam arrastadas em um movimento depressivo de grande dimensão. Não restam dúvidas de que, assim ocorrendo, a economia brasileira seria tragada com facilidade.

Uma eventual desestabilização mundial tendo como origem os Estados Unidos seria o paroxismo da tendência de crescente instabilidade econômica que vem se tornando cada vez mais nítida na última década. A crescente possibilidade de desestabilização da economia mundial contribui para manter elevada a propensão da economia brasileira à instabilidade.

A superação da crise cambial brasileira de 1998-99 também não derivou da completa eliminação dos aspectos da política econômica do País, capazes de promover novos períodos de instabilidade. É verdade, como já se argumentou, que o arranjo cambial, monetário e fiscal, constituído após a moratória russa, suplantou diversas características da política econômica potencialmente geradoras de desequilíbrios. Contudo, pelas três razões a seguir apresentadas, a suplantação não se fez de maneira completa.

A primeira das razões referidas está nos maiores riscos de descontrole da inflação decorrentes da substituição do regime de bandas cambiais. É absolutamente correto dizer que essa substituição foi realizada em razão da inarredável necessidade de melhorar as condições de financiamento externo do País. Não obstante, o regime cambial substituído impunha uma quase intransponível barreira à elevação dos preços internos. Com a adoção do câmbio flutuante, o controle dos preços ficou ao encargo exclusivo da política monetária exercida, desde então, através do conjunto de mecanismos relacionados às metas para a inflação, cuja eficiência está ainda para ser demonstrada quando se trata de sua aplicação em largos períodos de tempo no Brasil. A perda de controle do processo inflacionário constituir-se-ia em importante fonte de instabilidade.

A segunda possibilidade de instabilidade reside nos estreitos limites da solução adotada para recuperar o crédito público da economia brasileira. Como se viu, essa solução envolveu a geração de consideráveis superávits primários do setor público. Contudo, em razão dos elevados custos financeiros que recaem sobre a dívida pública, tais superávits são, claramente, insuficientes para promover a redução do valor absoluto da mesma dívida, bastando, tão-somente, para tornar sua velocidade de expansão inferior à do PIB brasileiro. Assim, a solução adotada restringe-se ao estreito limite de, no máximo, alcançar alguma retração da relação dívida pública/PIB do País. Mesmo bem-sucedida a solução, o Estado, no Brasil,

permaneceria diante da necessidade de negociar, recorrentemente, a rolagem de um montante de débitos de quase 50% do PIB brasileiro, vencendo, em sua maior parte, em prazo inferior a um ano. Não há como negar que a solução adotada para essa questão contribuiu, decisivamente, para diminuir a percepção de risco enfrentada pelos financiadores do setor público brasileiro, melhorando, consideravelmente, o crédito estatal. No entanto, a mesma solução, por seus estreitos limites, conservou a excessiva dependência do Estado ao crédito. Essa dependência inclui os aspectos preservados da política econômica potencialmente instabilizadores da atividade produtiva.

Em terceiro lugar, como característica potencialmente instabilizadora da política econômica, estão os igualmente estreitos limites da solução adotada para diminuir os riscos de insolvência cambial no futuro. Em síntese, a solução adotada reduz-se à concessão, ao mercado, da liberdade para estabelecer a taxa de câmbio da economia. Com a liberdade concedida, a mesma taxa evoluiria para o nível capaz de produzir a necessária dinamização das exportações correntes e, especialmente, dos investimentos produtivos voltados para os mercados exteriores. Com isso, resultaria garantido o equilíbrio das contas externas brasileiras no decorrer do tempo. Isto é, eliminada a distorção original consubstanciada no controle governamental sobre a taxa de câmbio, o próprio mercado recobriria a capacidade de emitir os sinais necessários à progressiva superação da insuficiência de dinamismo das exportações do Brasil.

Essa é uma hipótese possível, mas apenas uma delas. Outra seria a de que a taxa de câmbio capaz de promover a dinamização necessária das exportações seja excessivamente elevada ou tenha de prevalecer por período de tempo demasiadamente grande, para, finalmente, produzir os resultados desejados. Nesse caso, o País estaria condenado a suportar longo período de crescimento reduzido ou, ainda pior, duradoura recessão imposta por ferrenha política monetária. Também é possível que, antes que as exportações ganhem a suficiente dimensão, as finanças públicas estejam deterioradas, solapando, por consequência, a política monetária. Nesse caso, o nível de preços escaparia do controle das autoridades governamentais. Como se vê, nos estreitos limites das medidas adotadas para garantir a solvência externa do País, há elementos que podem reintroduzir a instabilidade vivida a partir da segunda metade de 1998.

Por fim, é importante ter presente que a superação da crise cambial de 1998-99 ocorreu sem a superação da histórica fragilidade que caracteriza a economia brasileira. Essa fragilidade é, ao mesmo tempo, a razão de ser e o resultado da incapacidade da economia brasileira para absorver o progresso tecnológico que lhe permitiria expandir-se com menor dependência externa. É ela, também, que acaba por configurar políticas econômicas que, não importando

suas diferentes matrizes, se deparam com enormes dificuldades para promover, concomitantemente, o crescimento econômico, taxas de desemprego e de inflação aceitáveis e, ainda, evolução não explosiva das dívidas externa e pública. Por isso, na vigência da fragilidade em questão, a economia brasileira mantém-se muito propensa à instabilidade econômica.

A respeito, é conveniente lembrar que o Brasil adotou a política desenvolvimentista na década de 50, objetivando, justamente, superar a fragilidade de sua economia. Mas, ao contrário do que se esperava à época, depois de 25 anos, foi ela que pôs fim ao desenvolvimentismo, quando, no início dos anos 80, ocorreu o afastamento do capital externo. Também a política econômica encetada nos anos 90 teve por objetivo superar a renitente debilidade econômica do País. Dessa vez, contudo, o objetivo seria alcançado através de uma projetada reestruturação produtiva comandada pelo mercado. De corte profundamente mais liberal do que a vigente nas décadas anteriores, a política econômica dos anos 90 materializou-se através de uma associação muito mais permissiva com o capital externo. Esperava-se que, desembaraçado das dificuldades impostas pelo desenvolvimentismo, o capital externo, com rapidez, levasse o País à reestruturação produtiva, que, enfim, superaria a fragilidade que caracteriza a economia brasileira. Mas, pelo menos até o momento, novamente em oposição ao esperado por muitos, a economia do Brasil permaneceu débil, como ficou claramente demonstrado no segundo semestre de 1998 e início de 1999.

Este artigo mostrou que a recente retomada do crescimento econômico brasileiro é fato imediatamente resultante da recuperação das confianças cambial e creditícia pública do País. Esta última, a seu turno, tem raízes na menor tensão da economia internacional e em algumas importantes características das políticas cambial, monetária e fiscal. O crescimento iniciado, no entanto, apresenta elevada propensão à instabilidade, que pode abortá-lo de forma repentina. Tal propensão encontra explicação não só nas possibilidades atuais de instabilização da economia internacional como, também, em dificuldades de caráter interno relacionadas aos limites da política econômica para garantir a estabilidade de preços e as solvabilidades pública e externa do País. Por fim, tais limites derivam da incapacidade da economia brasileira para absorver o progresso tecnológico que poderia resolver as referidas dificuldades de caráter interno. O aspecto dramático dessa constatação é que a política econômica capaz de induzir à necessária absorção tecnológica ainda está por ser concebida e negociada.

Bibliografia

- ABREU, M. de P., org. (1989). **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana — 1889/1989**. Rio de Janeiro : Campus. 445p.
- ALMEIDA, P. F. C. (1998). Consolidação do crescimento econômico brasileiro: alternativas propostas. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v.25, n.4., p.183-210.
- ALMEIDA, P. F. C. (1999). O que será, será ...; parte I. **Carta de Conjuntura FEE**, Porto Alegre, mar.
- ALMEIDA, P. F. C. (1999a). O que será, será ...; parte II. **Carta de Conjuntura FEE**, Porto Alegre, mar.
- BARROS, J. R. M., GOLDSTEIN, L. (1966). O processo de reestruturação da indústria. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 12 ago, p.A-4.
- BARROS, L. C. M., GOLDSTEIN, L. (1997). O BNDES e a política de reestruturação industrial. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 26. ago, p.A-4.
- BOLETIM DE CONJUNTURAL TRIMESTRAL (2000). [online] Disponível via Internet [WWW.URLhttp://www.ipea.gov.br](http://www.ipea.gov.br) IPEA, n.48, 49, jan./abr.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (2000). [online] Disponível na Internet [WWW.URLhttp://www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br) BACEN. dez.96/maio 2000.
- BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS (s.d). [online] Disponível via Internet [WWW.URLhttp://www.bea.doc.gov/bea/dn1.htm](http://www.bea.doc.gov/bea/dn1.htm) National Accounts Data.
- ECONOMIA BRASILEIRA E SUAS PERSPECTIVAS; Apecão, A (1996). Rio de Janeiro : APEC, v.35.
- FRANCO, G. (1996). **A inserção externa e o desenvolvimento**. Brasília. (mimeo).
- KEYNES, J. M. (1983). **A teoria geral do emprego, do juro e do dinheiro**. São Paulo : Abril Cultural. (Os economistas).
- MELLO, J. M. C. de (1982). **O capitalismo tardio**. 3.ed. São Paulo : Brasiliense. 182p.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. Memorando de Política Econômica (1999). [online] Disponível via Internet [WWW.URLhttp://www.fazenda.gov.br/portugues/fmi/fmimpe02.html](http://www.fazenda.gov.br/portugues/fmi/fmimpe02.html) 8 mar.

NOTAS PARA A IMPRENSA (2000). [online] Disponível na Internet [WWW.URLhttp://www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br) BACEN. jan.98/maio 2000.

PESQUISA DE EMPREGO E DESEMPREGO – PED para a Região Metropolitana de São Paulo (). [online] Disponível via Internet <http://www.dieese.org.br> DIEESE.

PESQUISA INDUSTRIAL MENSAL (). [online] Disponível via Internet [WWW.URLhttp://www.sidra.ibge.gov.br](http://www.sidra.ibge.gov.br) IBGE.

RELATÓRIO DE INFLAÇÃO (). [online] Disponível via Internet <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/a-copom.htm> Conselho de Política Monetária – COPOM, v.1, n.1; v.2, n.1.

SINOPSE ECONÔMICA (1999). Brasília : BNDES, n.74, mar.

TAVARES, M. da C. (1986). **Acumulação de capital e industrialização no Brasil**. 2.ed. Campinas/SP : UNICAMP. 160p.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK (2000). [online] Disponível via Internet [WWW.URLhttp://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2000/01/data/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2000/01/data/index.htm) Fundo Monetário Internacional – FMI, abr.